

方正证券研究所证券研究报告

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

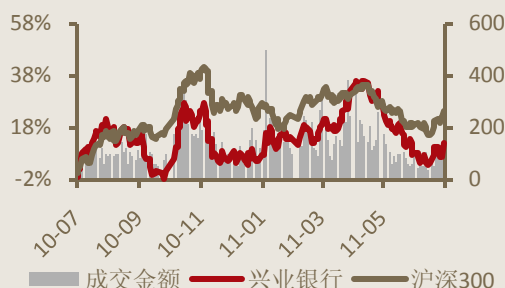
E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：赵莎莎

TEL: 010-68584843

Email: zhaoshasha@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	43,161	54,754	67,622	82,363
(+/-)	36.89%	26.86%	23.50%	21.80%
净利润	18,521	22,974	28,027	34,136
(+/-)	39.44%	24.05%	21.99%	21.80%
EPS (元)	3.09	3.83	4.68	5.70
BVPS	15.35	17.10	22.40	23.85

请务必阅读最后特别声明与免责条款

兴业银行(601166)

公司深度报告
2011.07.05 增持

银行业

投资要点

※非利息收入增长迅猛，占比提高明显

公司近三年手续费及佣金净收入保持快速增长，年均复合增长率达 46.79%，手续费及佣金净收入占比得到明显提高，从 2007 年的 6.88% 提高至 2011 年一季度的 13.87%，为公司未来盈利模式转型奠定良好基础。

※发展多元金融服务，拓展业务收入来源

公司在传统对公存贷款业务基础上大力拓展新型业务，包括投资银行、贸易融资、金融租赁和信托等，发展多元化金融和完善综合经营体系。综合经营有利于降低监管和政策等外部因素的影响，增强客户粘着度，拓展新的和更稳定的收入来源。兴业银行已开始向综合金融服务迈进，并取得了显著成效。

※高附加值中间业务收入占比居上市银行最高

公司非利息收入增长迅速且占比较高，这是相对于其他银行的一个重要竞争优势。其中高附加值中间业务收入占全部中间业务收入的比重是上市银行中最高的，达 54.02%。公司中间业务收入来源包括投资银行、代理、托管、财富管理、结算等，尤其是投资银行业务优势明显。公司在《首席财务官》杂志社主办的“2010 年度中国 CFO 最信赖的银行评选”活动中公司获得“最佳投行业务奖”。

※把握风控生命线，能力出众

兴业银行风险管理体系较完善，风险管控力度强，重要监管指标位于行业前列。2010 年末公司不良贷款率为 0.42%，为上市银行中最低；拨备覆盖率为 325.51%，仅次于浦发银行；抵押贷款占比居上市银行第一；贷款行业分布广，单一行业集中度不高；政府融资平台贷款资产质量较好，总体风险可控。

※盈利预测与估值

兴业银行提供金融综合服务体系的大布局逐步明朗，成长空间广阔；公司走差别化市场定位，产品贴切实际需求，品种丰富，品牌价值不断提升；多年积累的中小企业风险管理能力突出；重要监管指标完成度较好，安全边际相对较高。我们预测兴业银行 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 3.83 元、4.68 元、5.70 元；BVPS 分别为 17.10 元、22.40 元、23.85 元；PB 分别为 0.82、0.62 和 0.59 倍，给予“增持”评级。

正文目录

一、公司发展概况.....	4
1. 起源福建、辐射全国、跻身全球百强.....	4
2. 政府与外资行共计持股 33.63%.....	4
3. 过去三年手续费及佣金净收入年均复合增长率约 47%.....	5
4. 受制同业资产配置较多，净利润增速不高.....	6
二、全力拓展金融综合服务业务空间.....	7
1. 与中型实体经济合作共赢.....	7
2. 区域布局完善，业务拓展空间大.....	8
3. 城镇化进程加快助推公司存贷业务继续高成长.....	10
4. 拓展多元金融服务，提高客户粘着度，增强业务收入稳定性.....	12
5. 坚持“大零售”战略，把占比提高到 26%左右.....	15
三、竞争力的三要素：结构、制度、管理.....	16
1. 高附加值中间业务收入比重在上市银行中最高.....	16
2. 中小型企业服务制度配套完善.....	18
3. 把好风控生命线，成绩出众.....	18
四、风险考虑因素.....	20
五、盈利预测与估值.....	20

图表目录

图表 1 公司前十大股东持股比例合计 49.16%	4
图表 2 2008-2010 年总资产年均增长率达 29.52%	5
图表 3 2011Q1 手续费及佣金净收入占比 13.87%	5
图表 4 2010 年公司手续费及佣金净收入增长 54%	6
图表 5 2010 年公司成本收入比 33%	6
图表 6 2010 年公司 ROE 近 25%	6
图表 7 2010 年公司 ROA 达 1.16%	6
图表 8 近三年上市全国股份制银行净利润年均复合增长率排名	7
图表 9 2009 年中型工业企业营业收入占比近 1/3	8
图表 10 2010 年末全国性股份制商业银行分支机构数排名	9
图表 11 2010 年公司营业收入地区分布（百万元）	9
图表 12 2010 年公司营业利润地区分布（百万元）	9
图表 13 公司 2010 年分支机构和资产分布（按分支机构的资产规模排序）	10
图表 14 2010 年个人与公司贷款约三七开	11
图表 15 2010 年个人与公司存款约二八开	11
图表 16 公司贷款和存款迅速扩张	11
图表 17 新型公司业务分析表	12
图表 18 我国短融券和中期票据发行量迅速增长	13
图表 19 2013 年公司咨询顾问收入或达 85 亿元	13
图表 20 公司 2013 年金融租赁收入或达 8.4 亿元	14
图表 21 兴业信托 2013 年自营资产收入或达 3.3 亿元	15
图表 22 公司个人存贷款业务快速增长	15
图表 23 我国个人收入和个人存款持续增长	16
图表 24 我国个人贷款和存款规模预测	16
图表 25 2010 年公司高附加值中间业务收入占中间业务收入比重居上市银行之首	17
图表 26 公司债务融资工具承销具有较强竞争力	17
图表 27 公司风险监管指标处于同业领先地位	18
图表 28 公司抵押贷款占比居上市银行第一位	19
图表 29 公司贷款余额及不良率的行业分布	20

一、公司发展概况

1. 起源福建、辐射全国、跻身全球百强

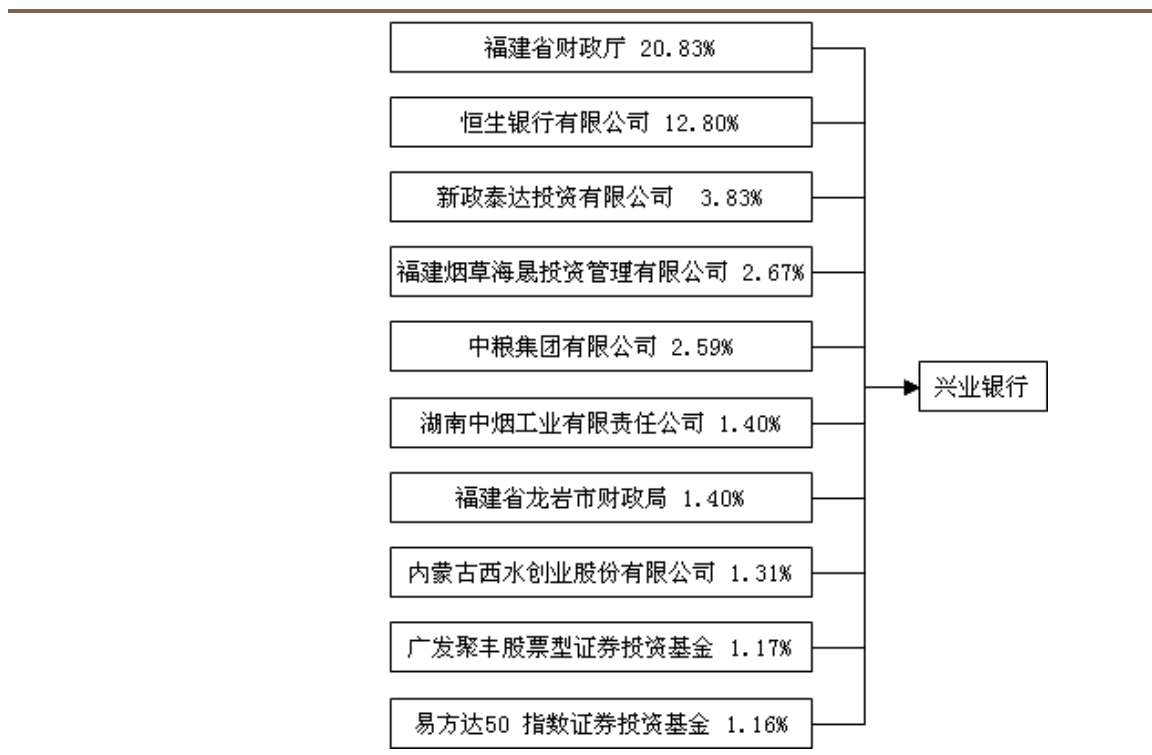
兴业银行成立于 1988 年，前身为福建兴业银行，总行设在福建省福州市。公司于 2007 年 1 月公开 A 股发行。截至 2010 年末，公司设有 37 家一级分行、27 家二级分行，共计 570 多家分支机构；设有 10 余个总行机构；拥有 2 家子公司：兴业金融租赁有限责任公司和兴业国际信托有限公司。公司网点已覆盖全国 25 个省、自治区或直辖市，仅有 7 个省或自治区（海南、贵州、西藏、甘肃、青海、宁夏、台湾）和香港特别行政区、澳门特别行政区尚未覆盖。

兴业银行的品牌知名度和市场美誉度高，获评 2010 年度“亚洲最佳盈利银行”、“最佳资金运营银行”、“最具社会责任上市公司”等荣誉。在英国《银行家》杂志 2010 年 7 月最新全球银行 1000 强排名中，公司按一级资本排名列 97 位，按资产总额排名列 93 位，跻身全球银行百强行列。

2. 政府与外资行共计持股 33.63%

2007 年 1 月，兴业银行首次公开发行人民币普通股 10.01 亿股，发行后注册资本和股本增加到人民币 50 亿元。2010 年 6 月，公司配股 9.92 亿股，2010 年末公司拥有总股本 59.92 亿股。第一大股东为福建省财政厅，持股 20.83%，第二大股东为外资恒生银行，持股 12.8%，前十大股东持股比例合计 49.16%。这种相对集中，又比较多元分散的股权组织结构，有利于提高管理经营效率与促进战略合作。

图表 1 公司前十大股东持股比例合计 49.16%



数据来源：公司公告 方正证券研究所

3. 过去三年手续费及佣金净收入年均复合增长率约 47%

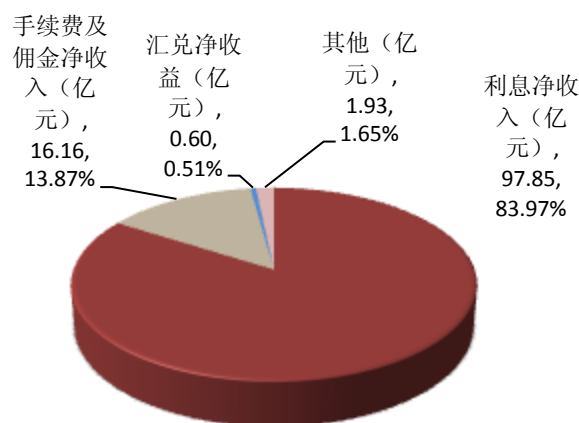
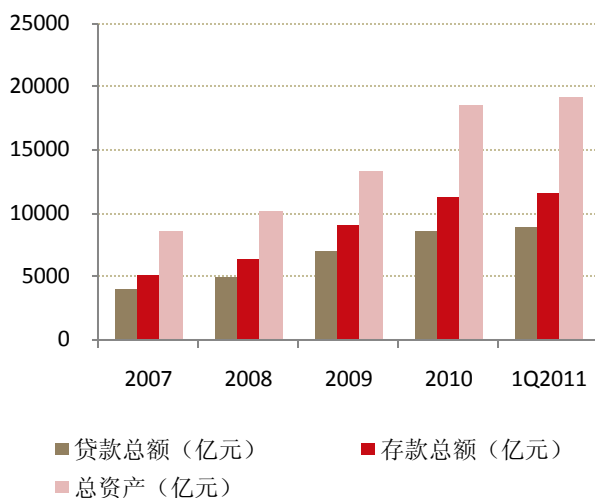
资产规模方面：兴业银行上市以来资产增速一直保持着稳而快的增长节奏。2008 至 2010 年三年期间，公司总资产、贷款和存款的年均复合增长率分别为 29.52%、28.77% 和 30.87%。截至 2011 年一季度末，公司总资产 19169.90 亿元，贷款余额 8924.78 亿元，存款余额 11649.32 亿元。

营业收入方面：兴业银行 2011 年一季度营业总收入达 116.53 亿元，以利息净收入和手续费及佣金净收入为主，二者占比分别为 83.97%和 13.87%。2008 年至 2010 年营业总收入、利息净收入、手续费及佣金净收入年均复合增长率分别达到 25.37%、22.19%和 46.79%。值得高兴的是，手续费及佣金净收入占比增长迅速，已从 2007 年的 6.88%提高至 2011 年一季度的 13.87%。

盈利能力方面：2008 年至 2010 年兴业银行净利润年均复合增长率为 29.21%。2010 年公司加权平均净资产收益率 (ROE) 达 24.64%，为上市全国性股份制银行中最高，并高出行业平均值近 4 个百分点；总资产收益率 (ROA) 为 1.16%，与行业均值持平；成本收入比为 32.91%，较 2009 年下降 3.78 个百分点，低于行业均值逾 1 个百分点。

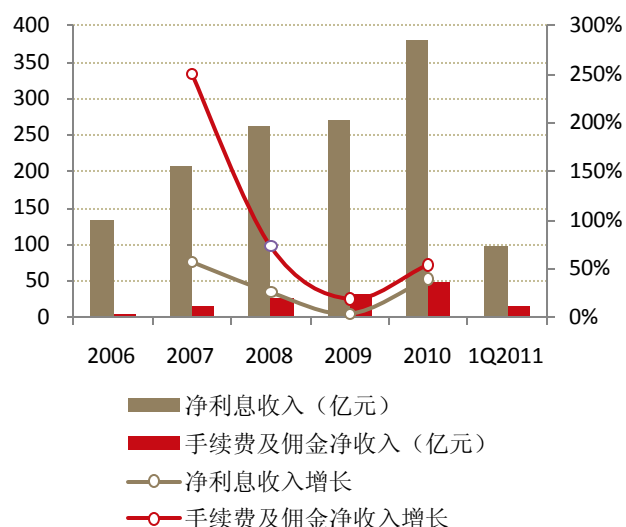
图表 2 2008-2010 年总资产年均增长率达 29.52%

图表 3 2011Q1 手续费及佣金净收入占比 13.87%

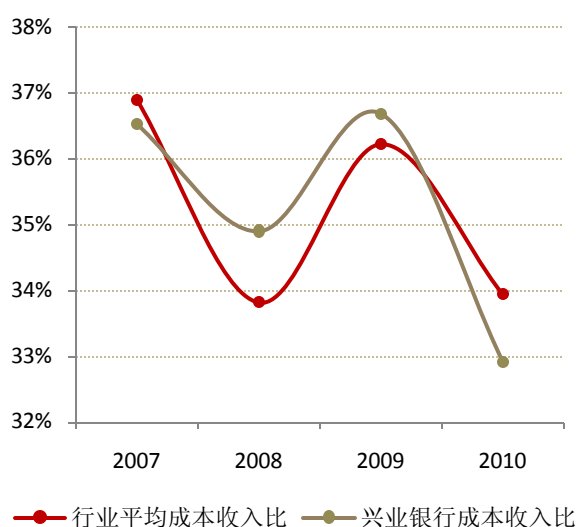


数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 4 2010 年公司手续费及佣金净收入增长 54%

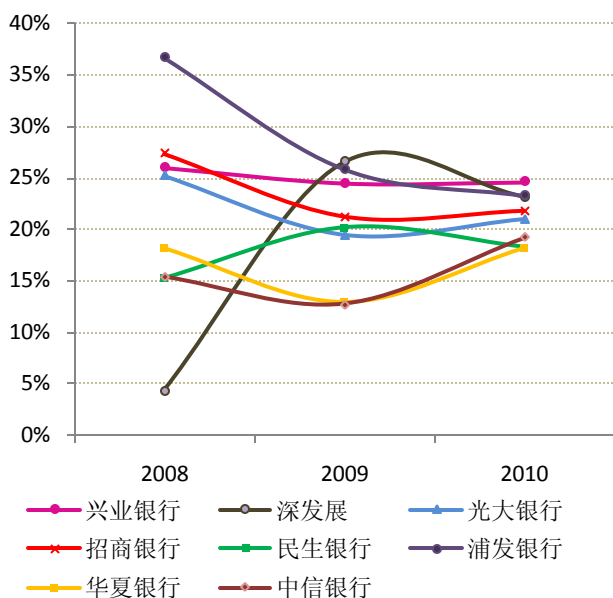


图表 5 2010 年公司成本收入比 33%

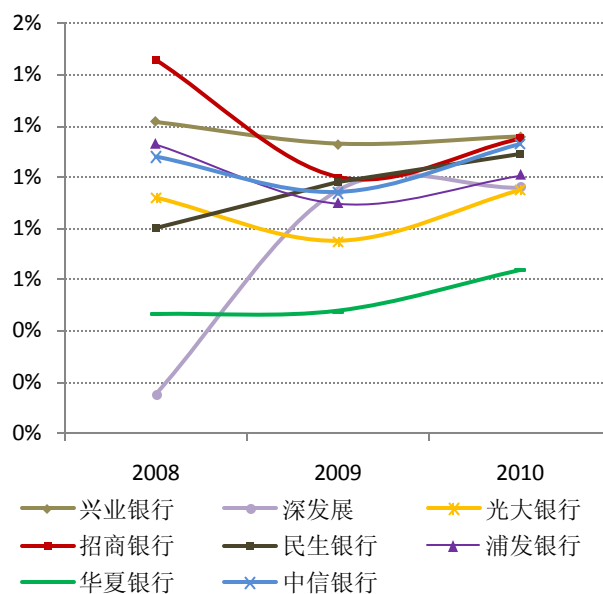


数据来源: Wind 资讯 方正证券研究所

图表 6 2010 年公司 ROE 近 25%



图表 7 2010 年公司 ROA 达 1.16%



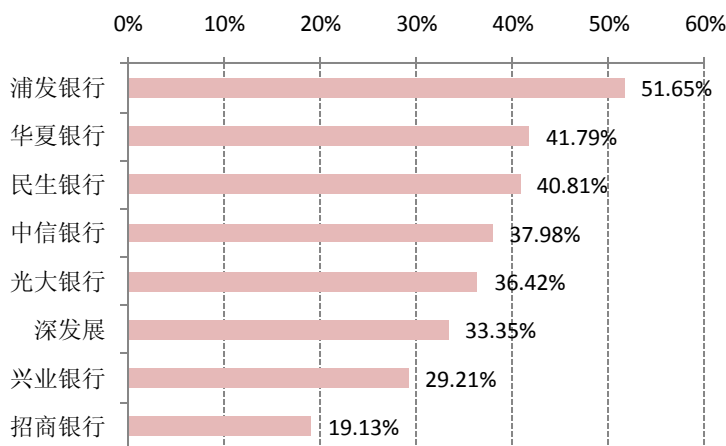
数据来源: Wind 资讯 方正证券研究所

4. 受制同业资产配置较多, 净利润增速不高

兴业银行净利润增速在上市的全国性股份制银行中并无较大优势, 盈利能力还有待进一步提高。2008-2010 年, 上市的全国性股份制银行净利润年均复合增长率最高的是浦发银行, 近 52%, 兴业银行排名第 7 位, 只有 29% 左右。我们认为公司净利润增速不高的原因可以归结为同业资产占比持续较高。公司总资产中同业资产占比从 2009 年底的 18.91% 提高到 2010 年底的 23.52% 和 2011 年 1 季度末的 26.81%。但同业资产收益率低于贷款, 同业资产占比的提高影响了公司净息差回升和净利润增长。不过, 通过调研, 我们预测二

季度开始公司的同业资产比重将逐步减少，全年净息差将有至少 20bp 的回升。

图表 8 近三年上市全国股份制银行净利润年均复合增长率排名



数据来源：公司公告 方正证券研究所

二、全力拓展金融综合服务业务空间

1. 与中型实体企业合作共赢

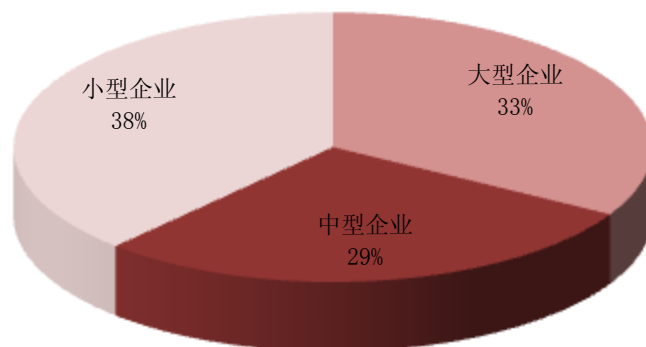
优质大型企业客户是各家银行争夺的重点，银行议价能力不高，综合回报不突出。兴业银行 2010 年提出中型实体企业主办行战略，该战略的含义是：筛选和培育与企业合作紧密，综合回报突出的中型企业客户，通过与其签署主办行合作协议，加深双方的合作深度与广度，并给予其专门的支持措施和优惠政策，实现共赢。

兴业银行的中型实体企业主办行制度的优势包括：（1）有利于培养一批基础客户和建立合理的客户结构，通过优质管理和服务实现与企业的共赢。中型实体企业对银行融资需求强烈，对银行依赖度较高，通过与企业建立稳定持续的合作关系有利于获得稳定的资产负债来源和利润来源以及降低业务成本。（2）优化营销和盈利模式。在主办行模式下，公司的经营机构可以联动营销企业各项业务，提高客户对公司的综合贡献度和合作紧密度。（3）有利于加强风险控制。加强中型优质企业授信业务可以避免客户结构趋同、贷款集中度过高等风险，并通过长期合作较好地解决银企信息不对称问题。

兴业银行的中型实体企业主办行客户认定标准包括：（1）达到公司的有效基础客户标准。（2）原则上在公司开立基本结算账户。（3）在公司办理代发工资。（4）在公司开通网上银行。（5）信用类客户在公司的负债余额占比超过 50%（含）。（6）以公司为主要结算行，在公司的年结算量与在公司的年日均贷款之比不低于 1.5 倍。（7）公司有效把握信用类客户的核心资产（如土地、厂房、设备等），或客户向公司提供的担保方式不弱于向他行提供的担保方式。

我们认为中型企业相对于大型企业客户和小企业客户的优势在于：（1）具有一定的规模和竞争地位，并且具备较广的发展空间，对银行信贷与金融服务的需求大，增长潜力大；（2）中型企业议价能力不如大企业，为中型企业提供金融服务的综合回报较高；（3）中型企业抵御经济波动和行业风险的能力较强。2009 年，中型企业营业收入占我国工业企业营业总收入的近 1/3，达 15.5 万亿元。中型工业企业数量从 2006 年的 30245 家增加到 2009 年的 38036 家。

图表 9 2009 年中型工业企业营业收入占比近 1/3



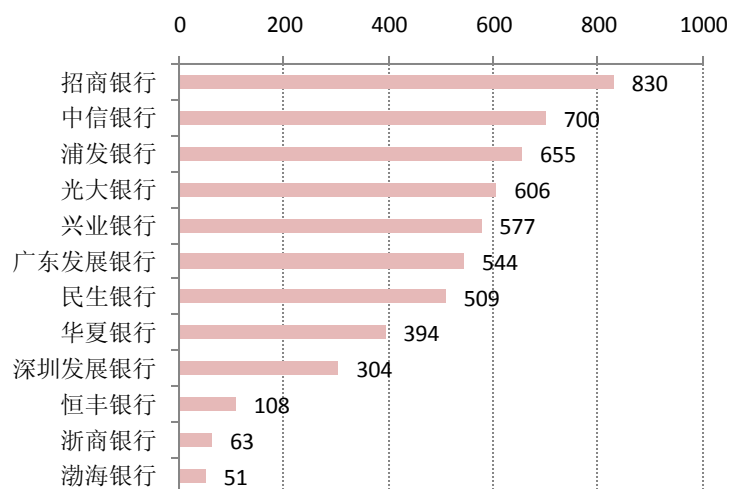
数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

兴业银行还加大了对小企业业务的拓展力度，成立了专门的小企业中心，简化小企业业务审批流程。在未来新增贷款目标中，公司预计将 70% 的信贷资源投向中小企业。对大企业客户，由于金融脱媒的影响，银行信贷业务议价能力不足，公司将更多地发挥在投资银行、信托、金融租赁方面的优势，为大型企业客户提供更广阔的综合金融服务，增加中间业务收入来源，留存客户。根据 Wind 资讯数据，截至 2011 年 5 月末，兴业银行参与承销的短期融资券和中期票据余额分别达 644.9 亿元和 741.2 亿元，位于股份制银行前列。

2. 区域布局完善，业务拓展空间大

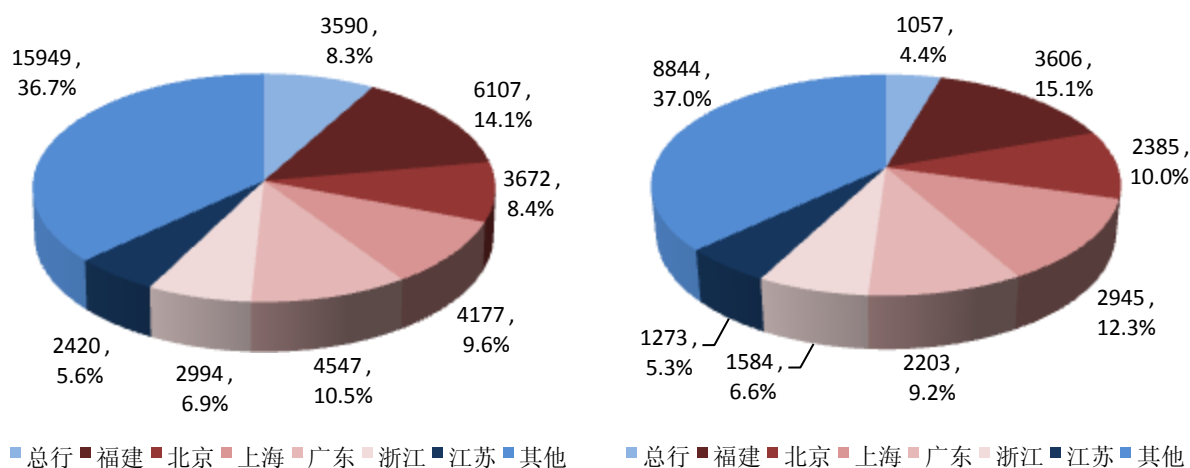
兴业银行 1988 年起步于福建，1996 年设立首家福建省外的异地分支机构——上海分行，迈出了异地扩张的步伐。作为一家全国性股份制商业银行，公司在区域布局上实现了重点覆盖与全面覆盖的结合。截至 2010 年末，公司分支机构达 577 家。公司网点重点分布在东部和南部的部分地区，如福建、上海、北京、广东、浙江和江苏，这些省/直辖市经济繁荣、金融信誉环境良好，是公司主要业务收入和利润的来源地；公司还将触角广泛伸向中西部相对发达的地区，如河南、湖南、四川和陕西等。我们认为公司布局特点有利于在保证东部和南部地区业务总量的同时，充分受益中西部因经济腾飞带来的业务快速增长。同时，兴业银行规划在现有网点的基础上继续完善和发展，使网点布局趋于均衡。由于一、二线城市布点饱和，公司网点建设将有所侧重，在东部地区向县域经济体拓展，在中西部地区加强二线城市的网点建设。

图表 10 2010 年末全国性股份制商业银行分支机构数排名



数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 11 2010 年公司营业收入地区分布(百万元) 图表 12 2010 年公司营业利润地区分布(百万元)



数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 13 公司 2010 年分支机构和资产分布（按分支机构的资产规模排序）

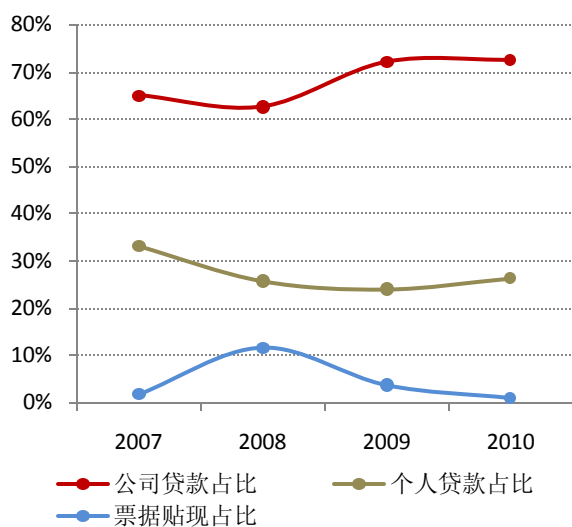
序号	所属省份	分支机构数(个)	员工数(人)	资产规模(百万元)
1	福建	127	6595	568031
2	上海	35	2643	563097
3	广东	78	3398	213544
4	北京	35	1587	146013
5	浙江	52	2262	114429
6	江苏	27	1299	103462
7	山东	21	1437	78924
8	河南	19	701	55767
9	辽宁	18	927	54615
10	四川	20	708	54209
11	陕西	13	908	50406
12	湖南	20	635	45307
13	重庆	16	627	44969
14	湖北	18	775	42597
15	天津	16	877	34259
16	山西	8	633	32724
17	河北	4	339	25858
18	安徽	9	547	25230
19	黑龙江	7	374	23326
20	新疆	7	293	22869
21	内蒙古	1	205	20173
22	江西	7	356	19328
23	云南	9	379	16907
24	吉林	1	285	15822
25	广西	9	424	15047
系统内轧差及调整				-545090
总计		577	29214	1841823

数据来源：公司公告 方正证券研究所

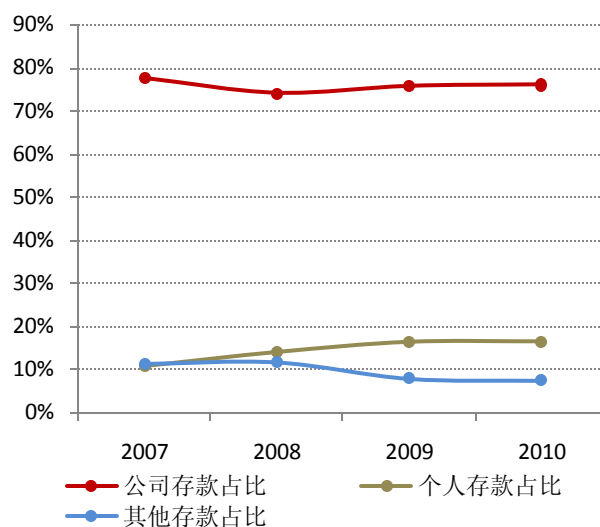
3. 城镇化进程加快助推公司存贷业务继续高成长

公司业务是兴业银行的传统优势业务。从 2007 年末到 2010 年末，公司贷款占比从 65.10% 提高到 72.52%；公司存款占比一直维持在 76% 左右；公司贷款余额从 2605.00 亿元增长到 6196.04 亿元，年均复合增长率达 33.49%；公司存款余额从 3920.52 亿元增长到 8621.13 亿元，年均复合增长率达 30.04%。

图表 14 2010 年个人与公司贷款约三七开

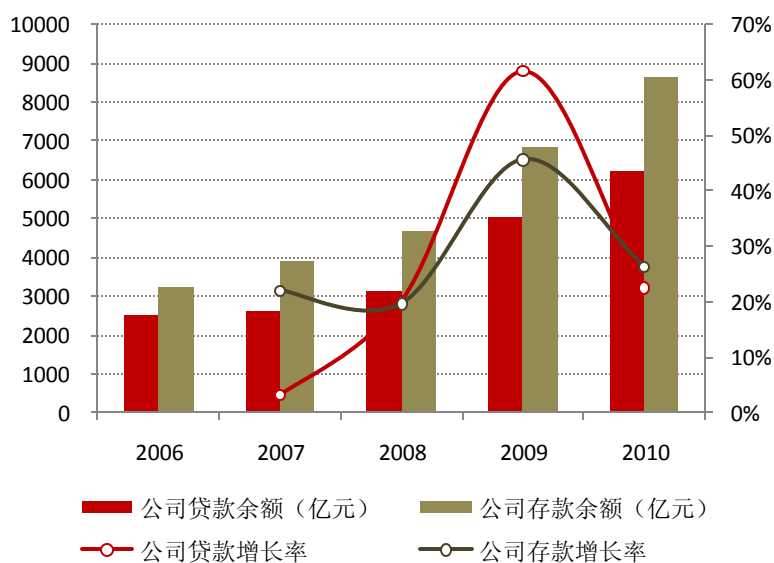


图表 15 2010 年个人与公司存款约二八开



数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 16 公司贷款和存款迅速扩张



数据来源：公司公告 方正证券研究所

我们认为兴业银行传统的公司业务在未来仍然有很大的市场需求和发展空间，理由包括：（1）中国经济在未来较长时间仍将保持较高发展速度，城镇化率快速提高，与此相关的基础设施建设和企业生产设备购置等活动带来的固定资产投资增长对银行信贷资金有相当大的需求。2009 年末中国城镇化率为 46.6%，到 2015 年城镇化率达到 52%左右，到 2030 年达到 65%左右，这意味着银行信贷业务的巨大空间。（2）前面已经提到，我国的中小企业发展迅速，企业日常生产经营中对流动资金贷款也有很大需求，中小企业市场潜力仍然很大；（3）我国的利率市场化进程不会太快，银行存贷利差仍然享有国家政策保护。

4. 拓展多元金融服务，提高客户粘着度，增强业务收入稳定性

商业银行贷款增长不仅受到存款增长的限制，而且容易受到央行货币政策调控的影响。因此，为降低外部监管和政策干扰的因素影响，增强客户基础粘着度，拓展新的、更为稳定的收入来源，兴业银行开始向综合金融服务迈步，并取得了显著成效，为盈利模式转型提供了良好的平台基础。相关新业务包括投行业务、贸易融资、金融租赁、信托等。下表对新型公司业务进行了比较分析。

图表 17 新型公司业务分析表

业务名称	业务含义	业务空间分析
投资银行	承销短期融资券、中期票据等直接债务融资工具；财务顾问等。	1、直接债务融资工具具备以下优势，需求空间巨大：（1）融资成本低；（2）募集资金用途灵活；（3）资金来源广泛，不受银行信贷规模约束；（4）对大、中、小型企业都有对应的债务融资工具，市场潜力巨大；（5）相对于发行股票，债务融资工具更快捷。 2、对银行贷款议价能力强的大型企业越来越多地采用直接融资渠道以节省财务成本。 3、我国许多行业仍处于成长期，随着行业结构和行业生命周期的演进，许多企业将被兼并或收购，并购重组方面的财务顾问市场潜力很大。 4、银行可获取佣金、手续费、财务顾问费等中间业务收入。
贸易融资	指国内贸易融资，以核心企业带动上下游供应商、销售商构成网络，以应收账款、存货等作为担保。	1、我国工业企业和贸易企业数量和主营业务收入都保持较快增长，提供了相当可观的客户群体。 2、贸易行业整体净利润率不高，为提高存货和应收款周转率以及股东回报即净资产收益率，倾向于在贸易业务中采用银行授信来加速资金周转，对贸易融资有强烈的需求。 3、银行通过贸易融资业务可以获得存款、利息收入和手续费等综合回报。
金融租赁	由银行向承租人提供资产供其使用，承租人向银行支付租金，主要包括直租和售后回租两种模式。	1、随着中国经济增长，企业对大型设备等固定资产的需求不断增加，金融租赁能满足相关需求。 2、直租由企业直接向银行租用所需资产，可以解决企业自有资金不足以购置资产的问题。 3、售后回租是企业将自有资产卖给银行，再从银行租赁该资产的行为，它可以满足企业对流动资金的需求，比银行信贷手续简便，并且不受信贷规模的约束。 4、金融租赁的收益率与贷款净收益接近，银行可以通过租赁为受信贷规模约束的贷款项目提供外部资金来源，并且可以获得租金、手续费等收入。
信托	指委托人将其财产委托给受托人，由受托人依据委托人意愿为受益人利益进行运作的业务。	1、信托为寻求回报的企业和个人提供了良好的投资渠道，随着我国经济快速增长，企业和个人积累的财富不断增加，而企业对银行等传统资金以外的资金的需求也在不断增加； 2、信托为银行客户提供了银行信贷资金以外的其他资金来源； 3、银行可以通过银信合作获得中间业务收入。

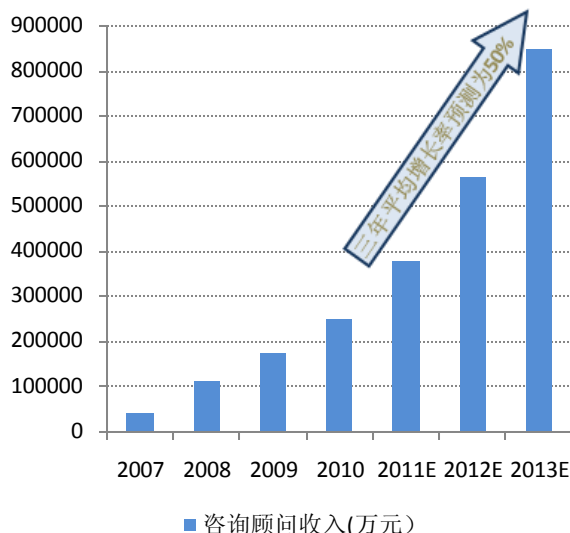
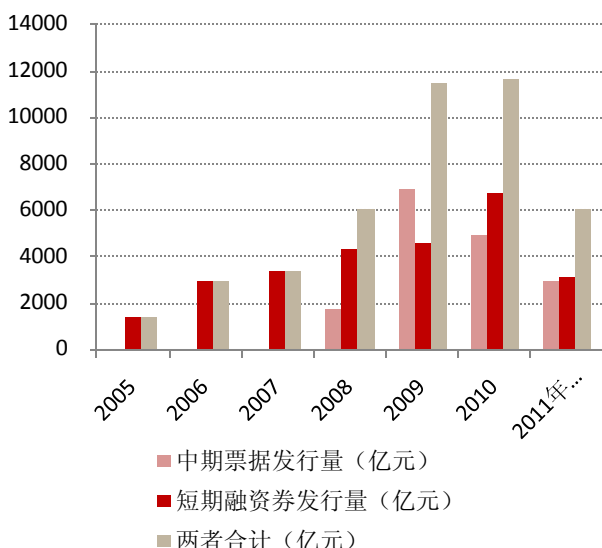
数据来源：方正证券研究所

商业银行投行业务承销的债务融资工具主要是中期票据和短期融资券，今后还可能承销企业债。我国企业债务融资工具发行量增长非常迅速，短期融资券发行量从 2005 年的 1424 亿元跃升至 2010 年的 6742.35 亿元，年均复合增长率达 36.48%；中期票据起步较晚，但发行量从 2008 年的 1737 亿元猛增到 2010 年的 4924 亿元，年均复合增长率达 68.37%。2011 年 1-5 月中期票据和短期融资券发行量已分别达到 2913.40 亿元和 3114.90 亿元。可见企业对直接债务融资的需求非常巨大。同时，我国债券融资发展水平与发达国家还有较大差距。目前我国企业债券融资在企业融资结构中的比重约为 10%，而美国企业债券融资占企业融资总额的 50%左右，这也是我国债务融资工具承销业务的潜力所在。另外，随着我国经济不断发展，与企业并购相关的财务顾问及其他方面的财务顾问业务将带来财务顾问收入的增长。兴业银行在投资银行业务方面实力较强。2010 年公司

共为 41 家企业完成 437.15 亿元非金融企业债务融资工具注册，为 53 家企业发行了 69 期非金融企业债务融资工具，发行规模 661.38 亿元。2010 年咨询顾问手续费收入 25.2 亿元。在《首席财务官》杂志社主办的“2010 年度中国 CFO 最信赖的银行评选”活动中公司获得“最佳投行业务奖”。根据历史数据，我们预计 2011-2013 年公司咨询顾问收入的年均复合增长率达 50%，公司 2013 年咨询顾问收入将达 85 亿元。

图表 18 我国短融券和中期票据发行量迅速增长

图表 19 2013 年公司咨询顾问收入或达 85 亿元

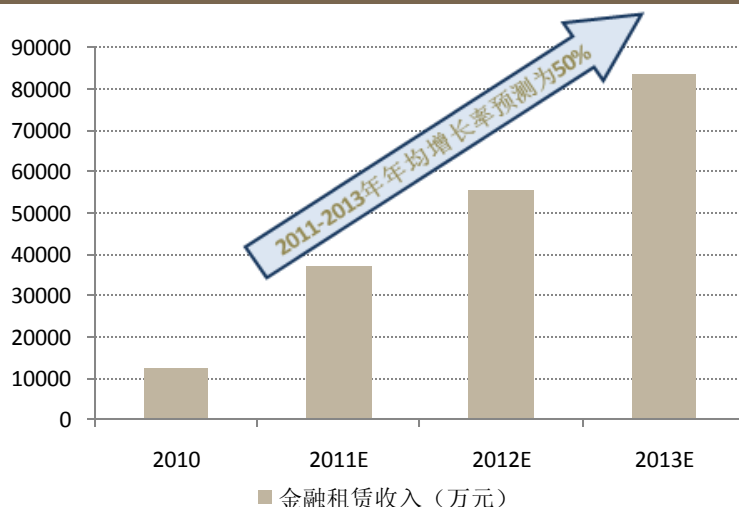


数据来源：中央国债登记结算有限责任公司 方正证券研究所 数据来源：公司公告 方正证券研究所

兴业银行从 2010 年开始大力推进贸易融资业务，建立和完善管理制度，并在各分行设立贸易融资管理部门，负责贸易融资业务的管理和协助营销。目前公司开展的比较广泛的贸易融资业务主要有动产质押、仓单质押、厂仓银等业务，这些业务有利于加速厂家和贸易企业的资金周转，提高企业净资产收益率。同时，由于贸易融资业务中客户需存入一定额度的保证金，贸易融资业务对吸收客户存款有很大帮助。

2010 年 8 月兴业金融租赁有限责任公司成立后当年即取得租赁利息收入为 1.11 亿元，租赁手续费收入 1300 万元，截至 2010 年末应收融资租赁款 86.93 亿元。金融租赁基本涵盖了航空器、船舶、机械设备、电气及电子设备等各种固定资产。“十二五”期间我国金融租赁市场将进入黄金展发阶段。截至 2010 年底，我国金融租赁业资产规模达 3157 亿元，营业收入 159 亿元，净利润 36 亿元，与三年前相比，这些数字基本翻了两番。但我国租赁市场渗透率还不到 3%，远远低于发达国家平均 20% 的水平。随着我国经济转型和技术密集型产业的发展，高端装备的需求将不断增加，这为金融租赁市场提供了高速发展的良机。“十二五”规划提到，要“更好地发挥信用融资、证券、信托、理财、租赁、担保、网商银行等各类金融服务的资产配置和融资服务功能。”金融租赁发展前景非常光明。根据金融租赁行业增长情况，我们预计 2011-2013 年公司金融租赁业务年均复合增长率达 50%，2013 年公司金融租赁业务收入将达 8.37 亿元。

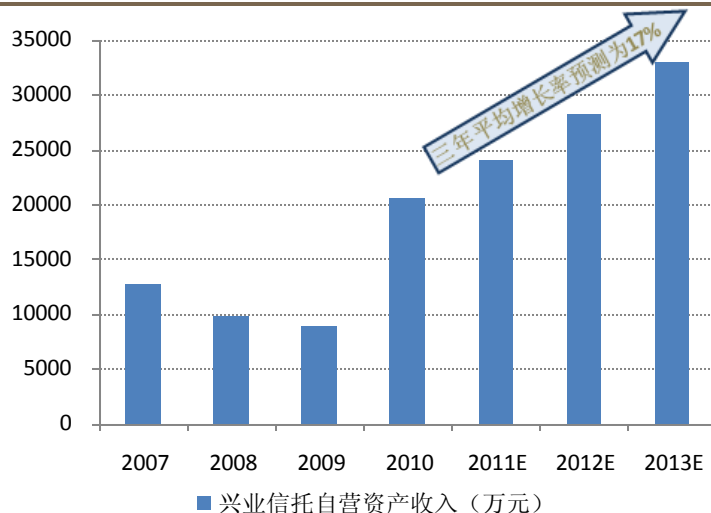
图表 20 公司 2013 年金融租赁收入或达 8.4 亿元



数据来源：公司公告 方正证券研究所

兴业银行 2011 年年初收购联华国际信托有限公司（2011 年 5 月更名为兴业国际信托有限公司，简称兴业信托），为公司拓展信托业务建立平台。信托业务为客户提供了信贷资金以外的另一资金来源，银行可以获得相关的非利息收入，并且为今后介入股权投资领域准备了平台。同时，公司可以通过信托公司大力开展银信合作业务，主要是银信理财，即银行将理财计划募集资金交付信托，由信托公司担任受托人并进行管理。银信合作理财产品包括融资性理财产品和投资性理财产品，前者包括信托贷款、受让信贷或票据资产等，后者包括证券投资等。信托业务利润率水平较高。2009 年我国信托业信托资产信托报酬率平均为 6.56%，9 家信托公司报酬率超过 10%，甘肃信托报酬率达 14.17%。2010 年公司信托理财业务量 1843.71 亿元，同比增长 42.69%；截至 2010 年末，公司保管信托产品 964 只，保管资产规模 1600.31 亿元。根据兴业信托自营资产收入历史增长情况，我们预计 2011-2013 年兴业信托自营资产收入年均复合增长率达 17%，2013 年兴业信托自营资产收入将达 3.31 亿元。

图表 21 兴业信托 2013 年自营资产收入或达 3.3 亿元

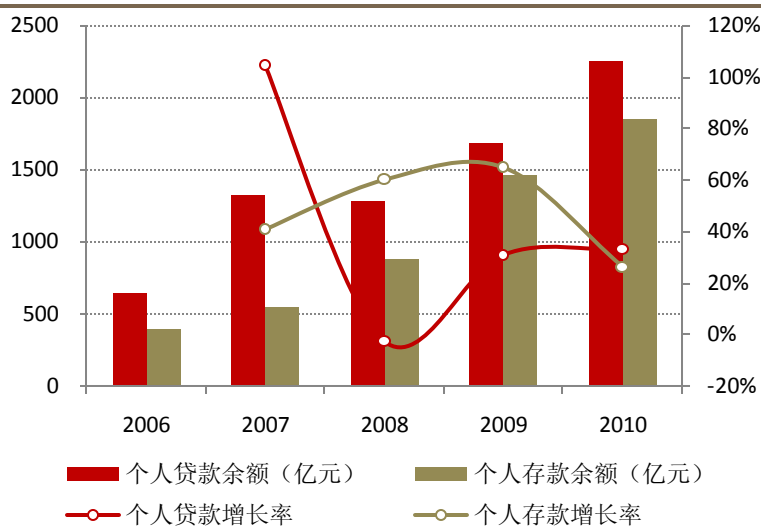


数据来源：公司公告 方正证券研究所

5. 坚持“大零售”战略，把占比提高到 26%左右

兴业银行零售业务起步较晚，但近年来发展很快。个人贷款从 2007 年的 1323.95 亿元增长到 2010 年的 2250.07 亿元，年均复合增长率达 19.34%；个人存款从 2007 年的 553.91 亿元增长到 2010 年的 1858.26 亿元，年均复合增长率达 49.70%。2010 年个人贷款和存款分别同比增长 33.13%和 26.49%，个人存款占比从 2007 年的 10.96% 提高到 2010 年的 16.40%。

图表 22 公司个人存贷款业务快速增长

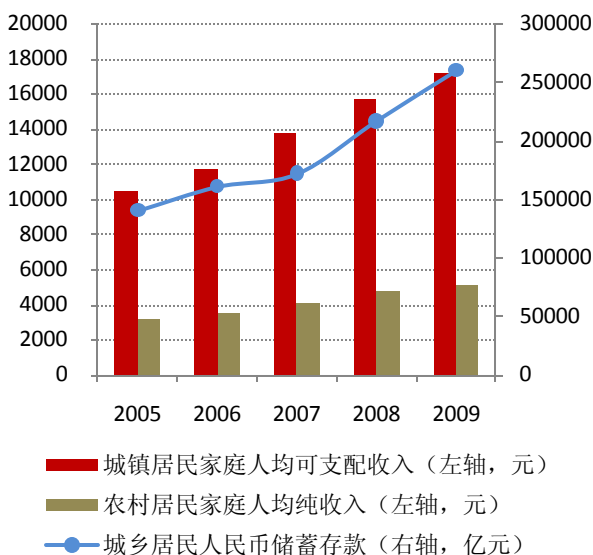


数据来源：公司公告 方正证券研究所

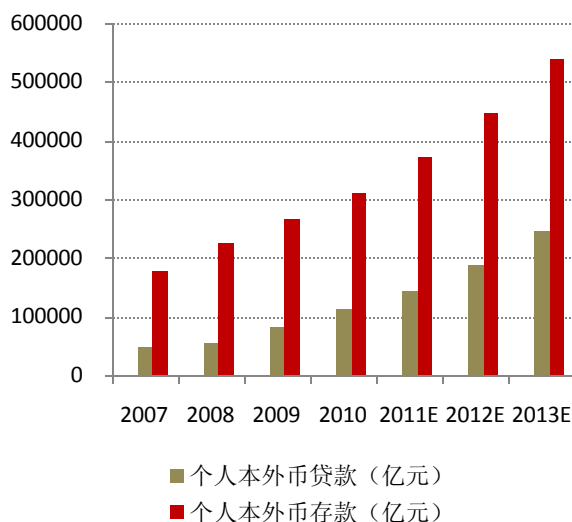
我国的零售银行业务还有广阔的市场待拓展。改革开放后，我国人均收入不断提高，但与发达国家还有较大差距，这正是零售银行业务的空间所在。2009 年末，我国人均国民总收入为 3650 美元，

同期美国人均国民总收入为 46360 美元；2009 年末我国人均个人信贷余额为 897.74 美元（以 2009 年末汇率换算），同期美国人均个人信贷余额 3453.76 美元。随着人民收入的增加，人们对金融产品的认知度和消费意识、消费能力都显著提高，从而为银行零售业务的发展提供了庞大的消费市场。根据历史数据，我们预计 2011-2013 年我国个人贷款和存款年均复合增速增长率分别为 30%和 20%，到 2013 年余额将分别达到 247351.73 亿元和 539657.13 亿元。

图表 23 我国个人收入和个人存款持续增长



图表 24 我国个人贷款和存款规模预测



数据来源: Wind 资讯 国家统计局 方正证券研究所

数据来源: 中国人民银行 方正证券研究所

兴业银行采取的有力措施为零售业务空间的拓展提供了保障。这些措施主要包括: (1) 坚持“大零售”战略, 并在公司十二五规划中落实。具体措施包括: 以个人按揭贷款和财富管理为主要业务特色, 将零售业务占比提高到 26%左右; 持续推进零售事业部制改革, 完善零售银行管理体系, 在分行建立具备完整功能的零售事业部二级部门; (2) 在支行层面加强零售营销团队建设, 加大对个人存款、个人贷款、理财等业务的考核, 推动零售业务营销水平和服务水平的快速提升; (3) 调整零售信贷业务结构, 以重点业务突破带动零售业务整体发展。今年重点支持零售信贷业务, 并主推个人经营性贷款, 以此为抓手带动公司零售业务的快速增长。

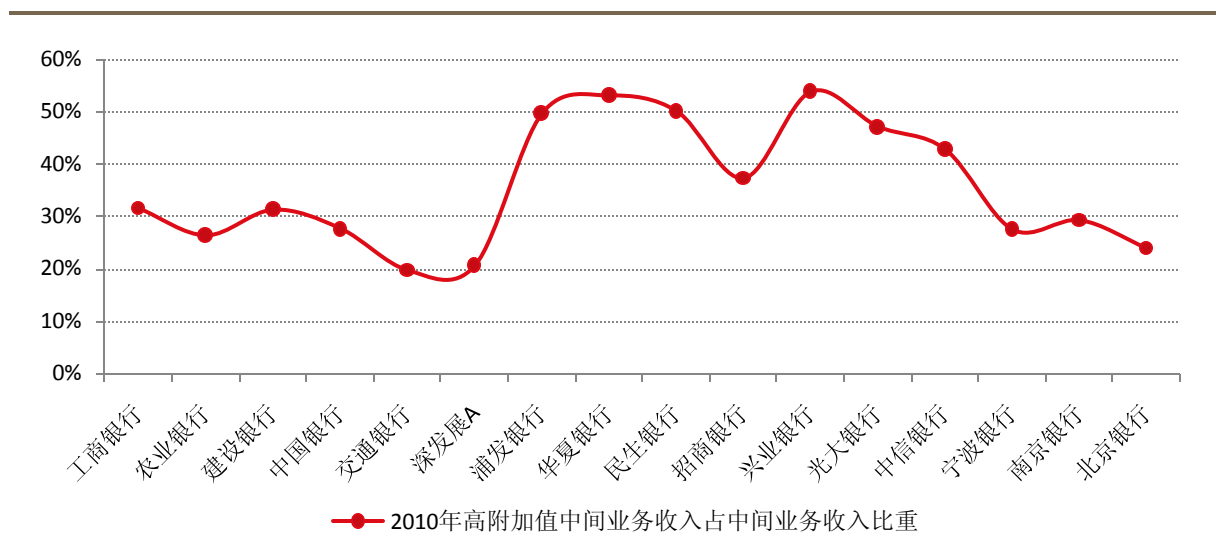
三、竞争力的三要素: 结构、制度、管理

1. 高附加值中间业务收入比重在上市银行中最高

兴业银行非利息收入占营业收入的比重较高且增长迅速, 这是相对于其他银行的一个重要竞争优势。公司在高附加值中间业务收入方面表现尤为突出, 其高附加值中间业务收入占全部中间业务收入的比重是上市银行中最高的, 达 54.02%。2011 年一季度末, 公司非利息收入占营业收入的 16.03%, 其中手续费及佣金净收入占营业收入的 13.87%。2011 年一季度手续费及佣金净收入同比增长 64.02%。2007-2010 年手续费及佣金净收入年均复合增长率达 46.79%。公司

的非利息收入来源包括：投行业务、财务顾问、代理业务、资产托管、财富管理、支付结算等。

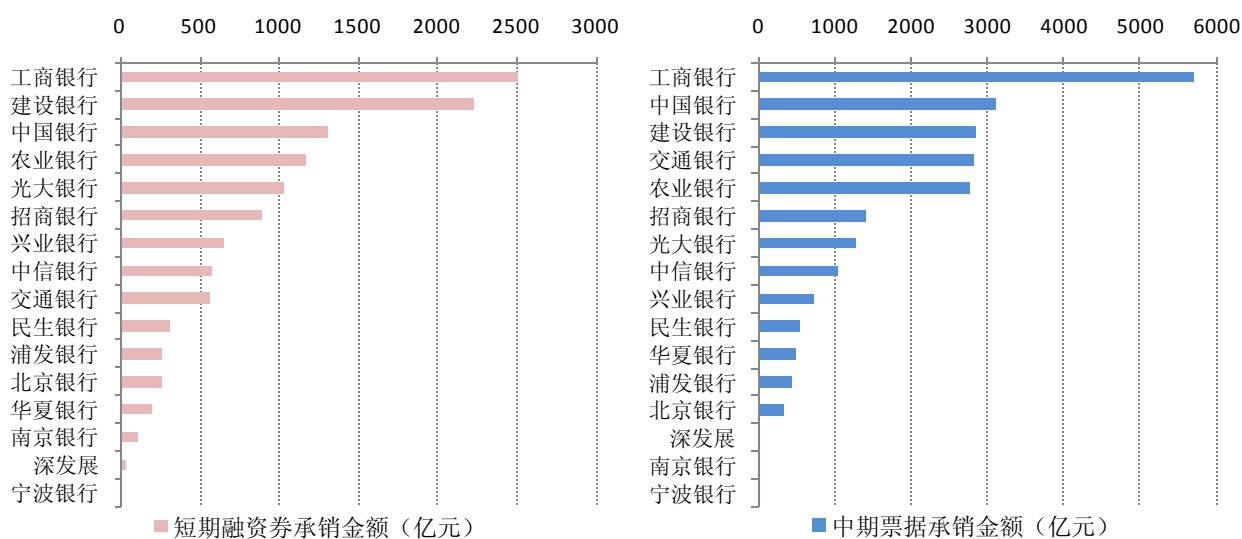
图表 25 2010 年公司高附加值中间业务收入占中间业务收入比重居上市银行之首



数据来源：公司公告 方正证券研究所

兴业银行在债务融资工具承销方面具有较强竞争力。公司 2011 年一季度发行 30 期债务融资工具，金额约 300 亿元，同比增长 38%。在国内债务融资工具承销市场排名第六，远高于兴业银行在传统信贷业务上的占比。截至 2011 年 5 月末，以主承销商口径统计，在存量的上市商业银行已承销短期融资券金额方面，公司在股份制银行中排名第 3，在全部上市银行中排名第 7；在中期票据承销方面，公司在股份制银行中排名第 4，在全部上市银行中排名第 9。

图表 26 公司债务融资工具承销具有较强竞争力



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

2. 中小型企业服务制度配套完善

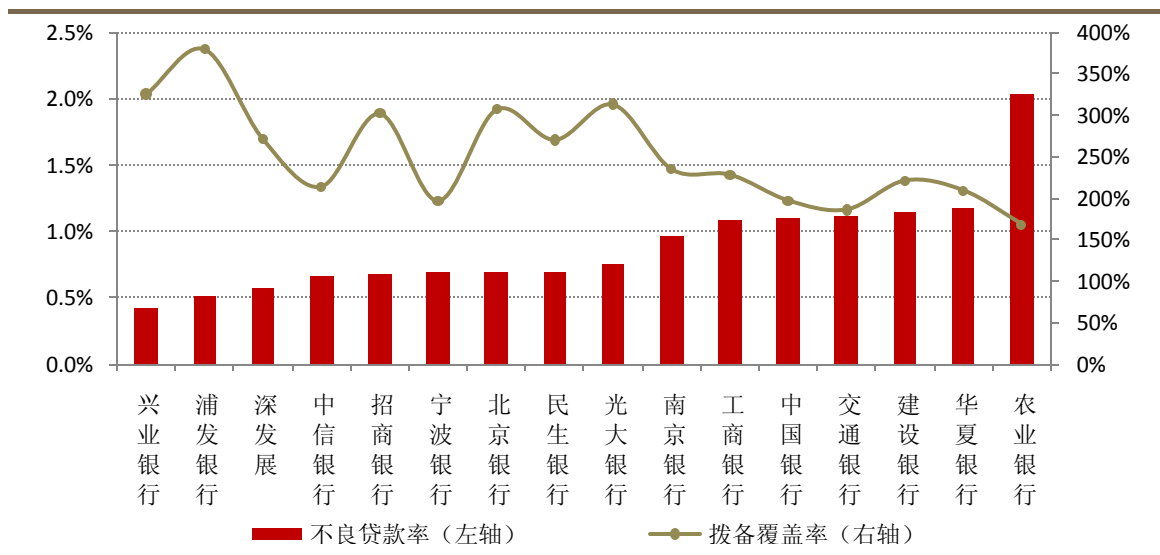
兴业银行制定和完善了中型实体企业主办行管理制度，对认定的和处于培育阶段的中型实体企业主办行客户实施专门的支持措施，包括：（1）建立专门的中型实体企业主办行客户储备体系和认定标准，密切跟踪客户对标准的符合情况；（2）开辟审批绿色通道，提高审批速度；（3）扩大分行对中型实体企业主办行客户的审批权限；（4）提高中型实体企业主办行客户担保物的抵质押率，有利于扩大授信额度；（5）配备专项贷款额度，便于客户迅速获得信贷资金；（6）配备专门的客户经理和产品经理，为客户提供个性化金融服务方案。

兴业银行制定了专门的小企业授信业务管理体系，包括：（1）制定小企业审批流程，较传统公司业务审批流程进行了大幅度的简化；（2）在分行设立小企业中心，小企业授信业务实行签批，不需按照传统公司授信业务审批流程的要求报贷审会审批，大大提高了审批效率；（3）配备小企业专项贷款额度，确保审批通过的项目能迅速放款；（4）推出“芝麻开花”中小企业成长上市计划、小企业联贷联保贷款等创新产品。2010年末，公司小企业贷款余额 3581.83 亿元，占全部贷款的 41.93%；新增小企业贷款 835.69 亿元，占全部新增贷款的 54.77%；小企业贷款增幅为 30.43%，高于全部贷款增幅。

3. 把好风控生命线，成绩出众

风险管理是银行发展的生命线，银行业是管理风险的行业。兴业银行已建立了较为完善的风险管理体系，主要监管指标位于行业前列。截至 2010 年末，公司不良贷款率为 0.42%，为上市银行中最低的；拨备覆盖率为 325.51%，仅次于浦发银行。

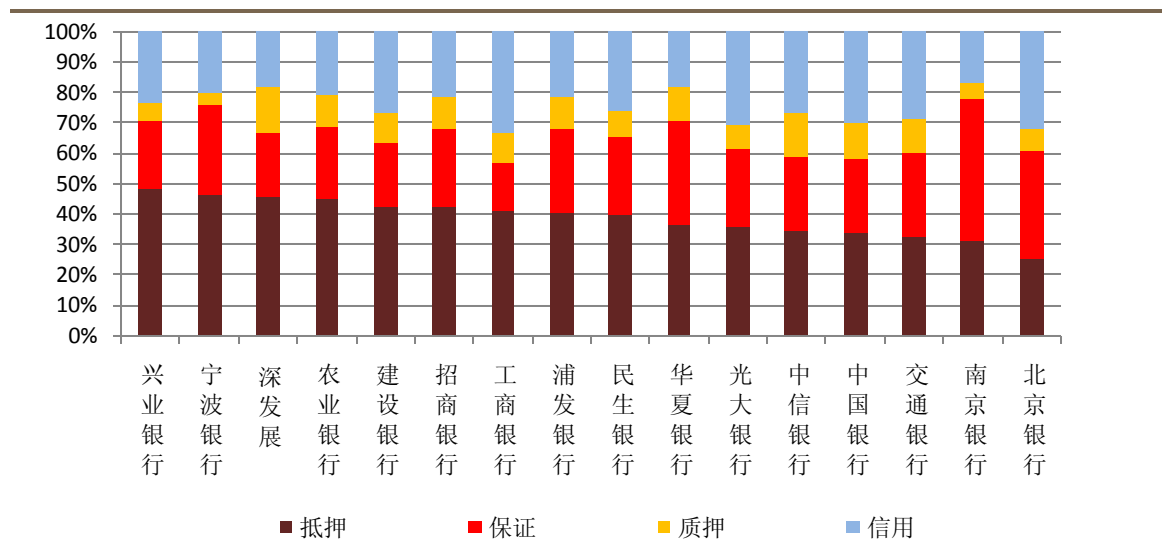
图表 27 公司风险监管指标处于同业领先地位



数据来源：公司公告 方正证券研究所

兴业银行贷款的担保力度很强，抵押贷款占比位居上市银行第一，对贷款的最终风险控制效力高。截至 2010 年末，信用贷款余额占比仅为 23.31%，其余均为担保贷款，其中抵押贷款占其全部贷款余额的比例达 48.14%，接近全部贷款的一半，保证贷款占 22.6%。

图表 28 公司抵押贷款占比居上市银行第一位



数据来源：公司公告 方正证券研究所

兴业银行贷款的行业分布较广，单一行业集中度不高，并且主要分布在不良率低的个人贷款，制造业，水利、环境和公共设施管理业，房地产业，租赁和商务服务业以及交通运输、仓储和邮政业，从而有效控制了贷款的行业风险。截至 2010 年末，公司贷款行业分布如下表所示。2010 年贷款行业前三位分别为个人贷款、制造业以及水利、环境和公共设施管理业，2009 年与此相同，而 2008 年贷款行业前三位是个人贷款、制造业和房地产业。从 2008 年到 2010 年兴业银行房地产贷款占比显著下降，从 2008 年末的 11.81%降低到 2010 年末的 9.93%。

兴业银行政府融资平台贷款资产质量良好，风险可控。政府融资平台贷款占公司的全部贷款比例约为 12%，显著低于 2010 年全行业平均 19%的水平。如果按还款能力区分，公司的政府融资平台贷款中现金流全覆盖占比 80%以上。政府融资平台贷款中 99.6%为正常类，0.4%为关注类，无不良贷款。

在风险管理制度和体系方面，兴业银行已建立全面、有力的授信审批体系；按照巴塞尔新资本协议的要求，建立了较为完善的内部评级系统，2011 年全面推行内部评级制度，所有公司客户的授信项目在提交信用审查部门审查之前必须进行内部评级，内部评级结果与授信额度挂钩，从而加强了从源头控制风险的力度；将信息科技风险、声誉风险、外包风险纳入全面风险管理战略体系。

图表 29 公司贷款余额及不良率的行业分布

序号	行业	贷款余额（百万元）	占比（%）	不良率（%）
1	个人贷款	225007	26.34	0.17
2	制造业	132235	15.48	0.94
3	水利、环境和公共设施管理业	93274	10.92	0.00
4	房地产业	84835	9.93	0.44
5	租赁和商务服务业	74098	8.67	0.38
6	批发和零售业	59281	6.94	1.77
7	交通运输、仓储和邮政业	51994	6.09	0.12
8	建筑业	32289	3.78	0.27
9	电力、燃气及水的生产和供应业	29044	3.40	0.07
10	采掘业	22913	2.68	0.06
11	公共管理和社会组织	15752	1.84	0.00
12	票据贴现	9728	1.14	0.00
13	金融业	5048	0.60	0.10
14	住宿和餐饮业	3570	0.42	0.04
15	信息传输、计算机服务和软件	3542	0.41	1.23
16	居民服务和其他服务业	2769	0.32	1.57
17	农、林、牧、渔业	2518	0.29	0.08
18	卫生、社会保障和社会服务业	2329	0.27	0.00
19	文化、体育和娱乐业	2331	0.27	0.00
20	科研、技术服务和地质勘查业	1011	0.12	0.15
21	教育	771	0.09	0.68
合计		854339	100	0.42

数据来源：公司公告 方正证券研究所

四、风险考虑因素

宏观方面：经济出现“滞涨”，货币政策持续紧缩，银行传统信贷业务量跌、质降，银行出现大面积亏损。监管方面：存贷比和拨贷比监管压力较大。如果吸存困难加剧和信用成本短期内大幅提高，那么公司贷款增速和盈利预期将明显下降。

五、盈利预测与估值

兴业银行提供金融综合服务体系的大布局逐步明朗，成长空间广阔；公司走差别化市场定位，产品贴切实际需求，品种丰富，品牌价值不断提升；多年积累的中小企业风险管理能力突出；重要监管指标完成度较好，安全边际相对较高。我们预测兴业银行 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 3.83 元、4.68 元、5.70 元；BVPS 分别为 17.10 元、22.40 元、23.85 元；PB 分别为 0.82、0.62 和 0.59 倍，给予“增持”评级。

日期	2011-7-4	股价	14.00				
价值评估（倍）	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
P/E	8.15	6.15	5.27	4.53	3.65	2.99	2.46
P/B	1.80	1.43	1.17	0.91	0.82	0.62	0.59
每股指标（元）							
EPS	1.72	2.28	2.66	3.09	3.83	4.68	5.70
BVPS	7.78	9.80	11.92	15.35	17.10	22.40	23.85

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利息收入	20,846	26,192	27,202	38,032	46,399	55,215	65,429
手续费净收入	1,518	2,624	3,116	4,801	7,666	11,496	15,649
其他经营净收益	(360)	875	1,212	328	690	912	1,285
营业收入	22,004	29,692	31,530	43,161	54,754	67,622	82,363
管理费用	8,005	10,349	11,474	14,007	17,521	20,963	24,709
营业利润	10,849	13,970	17,217	23,897	30,110	36,816	44,472
资产减值准备	1,679	3,416	518	2,343	4,828	6,324	7,342
税前利润	10,910	14,037	17,229	24,005	29,567	35,840	43,653
所得税	2,324	2,652	3,948	5,485	6,594	7,813	9,516
净利润	8,586	11,385	13,282	18,521	22,974	28,027	34,136

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
生息资产规模	999,692	1,171,372	1,504,468	2,026,064	2,539,213	3,112,439	3,775,482
贷款	554,959	658,328	882,979	1,054,072	1,254,346	1,480,128	1,746,551
债券	134,608	158,021	197,652	248,380	307,991	381,909	465,929
同业	310,125	355,022	423,837	723,612	976,877	1,250,402	1,563,003
其他资产	-148,357	-150,473	-172,307	-176,391	-125,390	49,670	303,638
资产总额	851,335	1,020,899	1,332,162	1,849,673	2,413,824	3,162,109	4,079,121
存款	671,219	785,814	1,127,938	1,411,725	1,778,774	2,241,255	2,801,568
股本	5,000	5,000	5,000	5,992	5,992	5,992	5,992
所有者权益	38,897	49,022	59,597	91,995	102,477	134,245	142,897

数据来源：公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com